

国債管理政策の今後

目 次

- . はじめに
- . 国債管理政策の有効性
- . 国債管理政策のあり方
- . 国債管理政策の状況

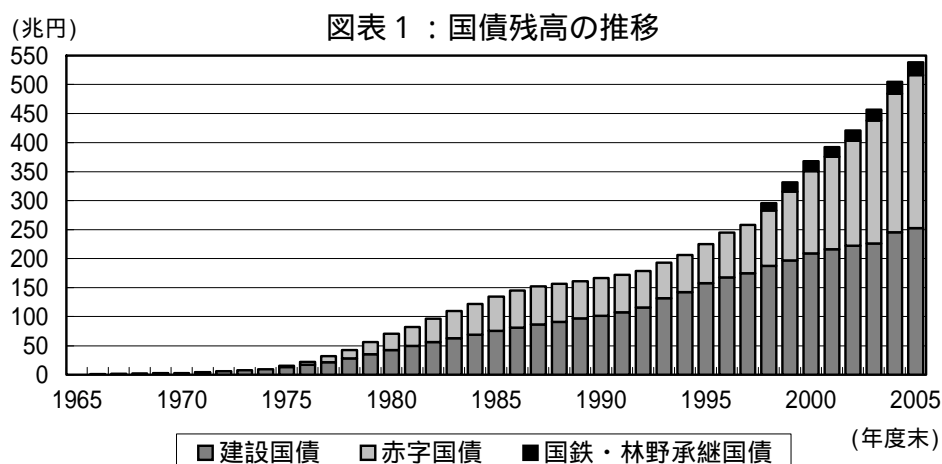
慶應義塾大学経済学部助教授 土居 丈朗

. はじめに

我が国の一般会計において、2003年度決算ベースの公債依存度は42.9%に達し、戦後では財源調達を公債に最も多く依存する年度となった。そして、国債残高(財投債を除く)は、図表1に示されているように、2004年度末には500兆円を超えるまでに達し、国債残高だけで既に我が国のGDPの額を超える規模になっているのが現状である。さらに、今後の高齢化の進展に伴い、社会保障関係費の増加が予想され、できるだけ公債に依存しない財政運営に転換することが容易ではない状況になりつつある。今後も、毎年度巨額の国債を発行することが予定されており、今後も国債をいかに円滑に発行・流通・償還を行っていくかが重要な課題となっている。

2003年11月に財務省の公的債務管理政策に関する研究会(座長・本間正明大阪大学教授)が取りまとめた報告書では、我が国における公的債務管理政策の目的や対象範囲などを明確に示し、今後の方向性を打ち出した。^{注1} 報告書では、公的債務管理政策の目的は、「必要な財政資金の調達において、リスクを適切な水準に押さえた上で、中長期的視点から政策の資金調達コストを最小化すること」を基本とすることとした。また、政策の対象

^{注1} 報告書は、財務省ウェブサイト <http://www.mof.go.jp/singikai/saimukanri/tosin/ksk151125a.htm> で閲覧可能である。また、同研究会の議事要旨については、<http://www.mof.go.jp/singikai/saimukanri/top.htm> から閲覧可能である。



出所：財務省「国債統計年報」

範囲としては、狭義の国債(普通国債及び財投債)だけでなく、政府短期証券、特別会計借入金、政府保証債務も対象とすることが適当であるとした。研究会としては、郵便貯金・簡易保険、公的年金、地方債なども含め広く議論を試みたが、現行の府省の所掌等を鑑み、これらを財務省が統一的に政策立案を行う対象とはしないとしている。そして、今後の公的債務管理のあり方について、リスクへの対応や市場への説明責任のあり方や、政策を行う組織体制などを具体的に打ち出した。

同報告書では、公的債務全体についての政策を概観できる「債務管理レポート」の作成、国債の安定消化の促進や国債市場の流動性の維持・向上のための日本版「プライマリー・ディーラー制度」の導入、公的債務管理政策等について高い識見を有する民間人の意見を聞くための「アドバイザリー・コミッティー」の設立など、新たな取り組みが盛り込まれた。それ以外にも、国債管理政策に関連して、買入消却の実施、個人向け国債や入札前取引や物価連動国債の導入といった新たな取り組みが既に実施されている。

未曾有の規模に達した巨額の国債残高、そして大量の新規発行を、一朝一夕には解消できない現実を鑑みれば、大量の新発国債をいかに円滑に消化するか、巨額の残高である既発国債をいかに滞りなく流通させるかに、国債管理政策の焦点を当てざるを得ないだろう。ただ、そうした国債管理政策の技術を磨くだけでは、そもそも巨額の国債残高や大量の国債発行をいかに減らすかという課題を克服するのに十全ではないと考える。

本稿では、いかに財政運営に規律付けを与えるかという視点から、国債管理政策のあり方について、経済学での先行研究を展望し、そこから得られる示唆について議論したい。

．国債管理政策の有効性

(1) 公債の中立命題との関係

国債管理政策のあり方を考える前に、国債管理政策が有効であるか否かを議論する必要

がある。^{注2} 国債管理政策が実質的なマクロ変数に対して有効でないことが自明である状況は、公債の中立命題(等価定理)が成り立つ状況である。公債の中立命題が成り立っているならば、増税と公債発行は無差別となり、どの時点で増税するか、あるいはどの時点で公債を発行したり償還したりするかは、何らマクロ経済に影響を与えないことになる。すなわち、公債の中立命題が成り立っている下では、国債管理政策はマクロ経済に影響を与えない。

ちなみに、公債の中立命題が成り立っているときには、財源調達を公債でまかなっても租税でまかなってもマクロ経済に対する実質的な効果は同じである。したがってこのとき、公債でまかなうときと租税でまかなうときを区別するような政策や概念は意味がなくなる。公債の中立命題が成立するときにマクロ的に意味がなくなる政策や概念としては、国債管理政策の他に、減税政策、公債発行額、公債残高、公債の持続可能性、年金政策、公債の負担、内国債と外国債の区別、クラウディング・アウト効果などが挙げられる。

公債の中立命題はどのような経済で成り立つだろうか。定性的には、経済主体の時間的視野が無限である、資本市場が完全である、異質な経済主体間の再分配効果がない、民間の経済活動に対して歪みのない租税体系である、無限に公債を借り換えることができない、という5つの条件を全て満たさなければ公債の中立命題が成立しないとされている。特に、異質な経済主体が存在しかつその異質な主体間での再分配効果があるときや、全ての経済主体が互いにリンクされておらず、所得税や相続税など資源配分に歪みを与える租税が存在するときには公債の中立命題は成立しない。

では、我が国のマクロ経済において公債の中立命題は成り立っているだろうか。我が国において実証分析をした近年の研究によると、わが国では国債の中立命題は完全には成立しないという結果を得ている。この結果から、わが国において国債管理政策が無意味であることが自明ではなく、その有効性を議論する意義があることが示唆される。

(2) 国債利回りの期間構造との関係

国債管理政策を考える上で金融市場との関係も重要な要素である。公債の中でも最も市場性があるものは国債である。国債管理政策が実際の政策運営として有効であるか否かは、国債の流通市場での国債金利(利回り)の決まり方、つまり国債利回りの期間構造に依存している。

国債利回りの期間構造に関する仮説には、次のような仮説がある。第一は、純粹期待仮説で、長期利子率が現在と将来における短期利子率の期待値の平均に等しくなる、とする仮説である。第二は、市場分断仮説で、債券市場は残存期間別に分断されており、特定の

^{注2} この節のより厳密な議論は、土居丈朗「国債管理政策をめぐる経済分析：展望と示唆」、『フィナンシャル・レビュー』第76号を参照されたい。

残存期間を持つ債券の利回りはそれらの需給で決まる、とする仮説である。第三に、流動性プレミアム仮説で、残存期間が長いほどプレミアムは大きい、とする仮説である。

諸仮説と国債管理政策の関係を言及すれば、次のようになる。純粋期待仮説が成り立つとき、国債管理政策は無効となる。なぜならば、純粋期待仮説が成り立てば、長期の国債を発行しても、短期の国債を数度にわたり借り換えても、借り手側も貸し手側も利回りは同じなので、短期の国債の発行と長期の国債の発行は無差別となるからである。また、政府の国債発行・償還が実際に行われている下で、国債市場において純粋期待仮説が成り立つということは、国債の発行・償還スケジュールが純粋期待仮説の成立を妨げないといえるから、政府が国債をどのタイミングで発行・償還しても、短期の国債の発行と長期の国債の発行は無差別となる。逆に、市場分断仮説や流動性プレミアム仮説が認められるとき、国債管理政策は有効になる。

これらの仮説について、わが国の国債市場のデータを用いて実証分析を行った先行研究によると、我が国において厳密な意味では純粋期待仮説は成立していない。このことから、国債の満期構成が金利などへの経済効果をもつという意味で国債管理政策は有効となる可能性があるといえる。ちなみに、アメリカにおいては、純粋期待仮説が実証分析により棄却されているから、国債管理政策は有効と考えられている。

． 国債管理政策のあり方

(1) 公債のクッション政策 = 課税平準化政策

国債管理政策が有効となる可能性が考えられる現状において、今後望まれる政策のあり方を議論しよう。この議論には、経済理論に裏打ちされた国債管理政策に関する先行研究が役立つ。この節では、公債の中立命題が成り立たない状況を前提に議論する。

まず、公債の中立命題が成り立たない状況で、公債発行のあり方を議論したのが、パロウの課税平準化理論である。課税平準化理論とは、現実の経済で資源配分に歪みを与える租税が存在するとき、異時点間の税率を決める際に、課税に伴う超過負担(資源配分の効率性からのコスト)を最小にすべく財政運営を行うのが望ましい、とするものである。課税に伴う超過負担の大きさは、限界税率の2乗に比例することが知られているから、時間を通じて税率を上げ下げするのは望ましくなく、むしろ時間を通じて税率を一定にするのが最適となる。

これと裏表の関係として公債発行について言えば、時間を通じて一定の税率で課した税収が政府支出より一時的に下回れば、そのときには公債を増発するのが望ましい、ということになる。政府支出が増大するときは、同時期の一時的な増税によるのではなく、通時的に租税負担を均等化するように課税し、収入の不足分は公債発行でまかなうのが望まし

い。このことから、課税平準化政策と同じ意味として、「公債のクッション政策」とも呼ばれる。

ここで気をつけたいのは、この公債のクッション政策は、従来のケインズ経済学で述べられた意味とは大きく異なるということである。いわゆるケインズ政策とは、有効需要平準化政策ということができる。つまり、経済で有効需要の原理(需要が供給を生み出す)が成り立っていると認識し、経済で需要が不足するショックが起こった場合には、需要不足ショックを和らげるべく公債を発行して財政支出を行って、有効需要を創出するのが望ましい、という主張である。だから、ケインズ政策が示唆するクッションとしての公債とは、有効需要を平準化するためのクッションということになる。これに対して、課税平準化政策が示唆するクッションとしての公債とは、課税に伴う超過負担を平準化するためのクッションということである。

課税平準化の理論の観点から、1990年代の日本の財政政策を評価した先行研究によると、1990年代中葉の税制改正は望ましくなかったといえる。なぜなら、1994～1996年の間だけ所得減税を行い一旦(限界)税率を引下げた後、1997年には所得減税をやめ、かつ消費税の(限界)税率を5%に上げたからである。税率を引下げて時間を通じて一定に維持したならば超過負担は小さくなるが、その後で税率を一気に上げたためその時点で超過負担は以前に増して大きくなる。

このように、1990年代の日本において、経済厚生が損なわれた一因として、課税平準化の理論からみて税率を一定に保たなかったことによる資源配分の損失(超過負担)が経済全体で生じたことにもあるといえる。

さらに、今後の国債管理政策のあり方としては、先に述べたように、時間を通じて一定の税率で課した税収が、政府支出より一時的に下回ればそのときには公債を増発し、その後には政府支出を、時間を通じて一定の税率で課した税収以下になるように抑制して財政収支を黒字にし、残存する公債の返済に充てるように、公債の発行・償還スケジュールを企てるべきであるといえる。

(2) 満期構成に関する国債管理政策

前節では、公債の発行・償還スケジュールに関して、公債のクッション政策の観点からそのあり方を述べた。次に、そうして決められた公債発行の、発行時における償還年限(満期)をどうするかも重要である。国債の金利に関して純粹期待仮説が成り立っていないならば、市場での長短金利を比較しながら、利払費を最小にするように発行することも可能である。しかし、発行時の金利だけをみて満期を決めていては、将来のある時期に満期が到来する債務が集中する恐れがあり、前述した公債のクッション政策の観点から望ましくなくなる。

他方、債権者側からみると、信用力が低下しつつある債務者に対しては、長期ではできるだけ資金を貸したくなくなる。そうすると、そうした債務者の債務の満期は次第に短くなることとなる。そう考えれば、国債残高が増加する下で満期構成が短期化すると、債権者は債務者に対してそれだけ長期的に資金を貸したくないと認識しており、それでも借りたい債務者に対して信用に関するリスク・プレミアムを要求することから金利が高くなる、と考えられる。

また、わが国の国債を題材にして満期構成に関する国債管理政策を分析した先行研究から、国債の満期構成の変化に伴う国債発行スケジュールに関する政策的含意が、次のように導かれている。満期構成を短期化すれば、ある時期に集中的に償還を迫られることがなくなる半面、毎年度同程度の償還負担を必要とする。そのため、趨勢的には国債依存度を引き下げてゆく必要があるが、ある時期だけ国債依存度を突出して高くする必要はなく、前年度よりも国債依存度を緩やかに引き下げていくような国債発行を行うのが望ましい。これに対して、満期構成を長期化すれば、ある程度先(10年先や20年先、ないしそれ以降)に満期が到来する国債を発行するため、集中的に満期が到来して償還負担を強いられる時期には償還負担に伴う過度な税率引上げを避けて国債依存度を適切に高くする必要があるが、満期が到来する国債が少ない年度には、国債依存度をより低くし財政黒字を出すのが望ましい。また、実質利子率上昇など国債の償還負担を増大させるような予期せざるショックに対しては、できるだけ早期に国債残高を減らすことができる満期構成を採ることで備えることが望ましい、という政策的含意が得られる。

(3) 債務構成に関する国債管理政策

国債管理政策では、満期構成とともに、債務構成も重要なポイントである。つまり、名目債と実質債(物価連動債)、自国通貨建債と外国通貨建債をどのように組み合わせるかである。

1980年代におけるマクロ経済学で一つの重要な研究テーマとなった動学的不整合性(time inconsistency)の議論から、国債管理政策に対していくつかの政策的含意が与えられた。^{注3} そこから導かれた示唆は、物価連動債の活用である。

これまでに先進諸国の財政当局は、名目タームで元利払いの契約を行う名目債を主に発行して財源調達を行っていた。しかし、名目債は債務者である政府にとって、インフレーションが起ると実質債務価値が目減りして負担軽減となるため、政策当局に事後的にインフレーションを引き起こすインセンティブが生じる。このことが、名目債にかかる時間的不整合性である。このインフレーションがマクロ経済に対して資源配分上歪みをもたら

注3 動学的不整合性については、土居丈朗「動学的不整合性の教え」、『三菱信託銀行・調査情報』, 2004年11月号(No.282), 15-22頁等を参照されたい。

すため、望ましくないとされた。これに対して、そのインセンティブを断つことができる公債として物価連動債のアイデアが利用された。物価連動債は、実質債とも呼ばれ、元利を物価に連動させ、実質タームで元利払いの契約を行うため、債務者・債権者ともにその実質価値がインフレーションから中立である。したがって、債務負担軽減という目的のために政策当局がインフレーションを起こすインセンティブが抑制できる。

さらに付け加えれば、物価連動債から実質金利を推計し、名目債における名目金利と比較して、公債市場における期待インフレ率を分析する試みがある。市場で十分な取引量が確保できる物価連動債は、実質金利や期待インフレ率についての情報をもたらす手段となり、政策の意思決定に重要な情報を提供してくれる。

さらに、名目債と実質債(物価連動債)、自国通貨建債と外国通貨建債については、先行研究において定性的に次のようなことが示されている。財価格が緩やかにしか調整されず、購買力平価が短期的には成立しない状況において、自国通貨建債は将来の政府に対して予想されないインフレを発生させる誘因を与えるのに対し、外国通貨建債は予想されないデフレを発生させる誘因を与える。だから、この両者を適切に組み合わせれば、均衡の物価上昇率を操作することができる。インフレに伴う超過負担をより小さくするには、自国通貨建債と外国通貨建債を適切な構成で発行することにより、物価上昇率を程よく低下させるべきであるという政策的含意が導かれる。

さらに、経済変動に伴うリスクを適切にヘッジする観点からも、債務構成に関する国債管理政策を議論できる。その観点から望ましい国債管理政策は、次のような要因に影響を受ける。まず、様々な債券の種類がある中で、債券の収益率(すなわち債務のコスト)について、他の債券のそれとより強い正の相関関係を持つ債券はリスク・ヘッジのために発行を抑制すべきである。また、債券のコストが、恒常的な政府支出の変動とより強い負の相関関係を持つ債券は、発行を増やすべきである。なぜならば、もし恒常的な政府支出が増えたなら、それだけ税率を上げなければならないが、その分だけ課税に伴う超過負担が生じるので、その超過負担を抑制するべくコストがより低い債券を増発するとよいからである。そして、債券のコストが、恒常所得の変動とより強い正の相関関係を持つ債券は、発行を増やすべきである。なぜならば、もし恒常所得が減ったなら、同じ税率でも税収が減ることを意味し、それだけ税率を上げなければならないが、その分だけ課税に伴う超過負担が生じるので、その超過負担を抑制するべくコストがより低い債券を増発するとよいからである。

．国債管理政策の状況

前節のような国債管理政策のあり方を踏まえた上で、我が国における国債管理政策の状

況を、いくつかの指標を用いてみておこう。

(1) 国債の種類と残高

我が国の一般会計では、国債を、建設国債(四条公債)と赤字国債(特例公債)に分けて発行している。建設国債は、財政法第四条第一項但し書で規定され、その収入が公共事業費、出資金、貸付金のために費やされる国債である。赤字国債は、一般会計において政策に必要な歳出に対し、税收等と合わせて建設国債を発行しても不足する財源を補う目的で発行する国債である。財政法での規定がないため、発行する年度毎に特例公債法(財源確保法)を特別に制定して発行する。

財政法上の規定に基づいて、我が国での国債の発行原則の1つとして、建設国債の原則がある。つまり、財政法第四条の規定により、国の歳出は原則として公債や借入金以外の歳入でまかなわれるが、公共事業費、出資金や貸付金の財源に充てる場合のみ国債が発行できる、とするものである。しかし、近年における発行ベースでみた国債の種類は、赤字国債の方が多くなっている現状で、建設国債の原則は実効性を失っている状況にある。

これは、我が国の一般会計が経常勘定と資本勘定とに厳密に分けられていないことが一因であるといえよう。経常勘定と資本勘定とが厳密に分けられていれば、経常的支出の財源として計上される経常勘定の収入は、国債に拠らないことを厳格に適用していれば、建設国債の原則は徹底できる。これを鑑みれば、建設国債の原則を徹底させるためには、経常勘定と資本勘定とを厳格に分けることが有用であるといえよう。

(2) 発行・残高ベースの満期構成

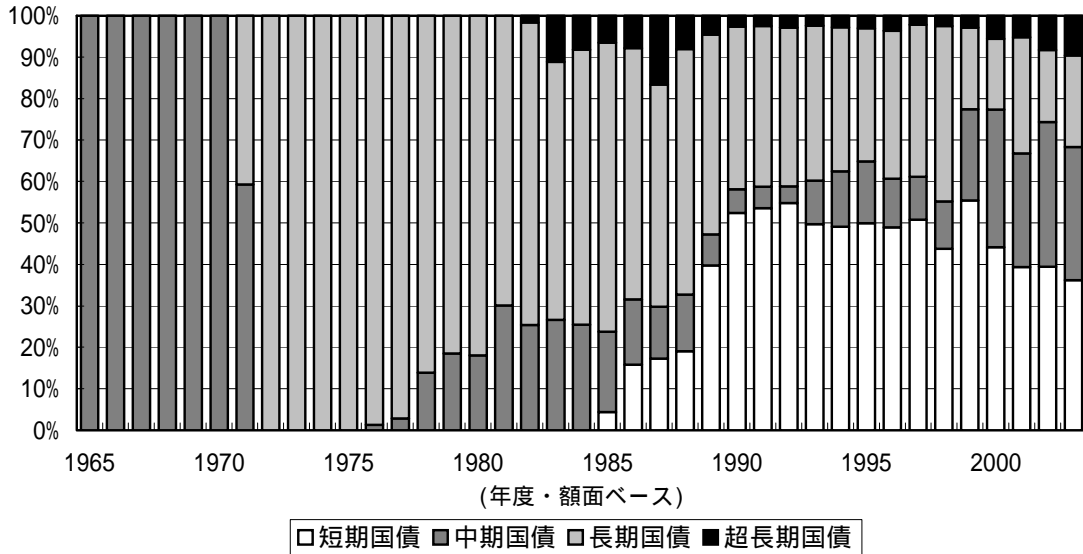
図表2は、一般会計における発行額(決算)ベースでの年限別の構成比の推移を示している。これをみると、長期国債は1980年代までほぼ一貫して発行比率が低下し、1990年代に入ってから40%前後で推移していた。1980年度では、長期国債(10年物)が発行全体の80%を超え、残りを中期国債が占めていたが、1990年度では、短期国債が50%を超え、長期国債の10年債が約40%を占めている。長期国債はその後次第に構成比が低下し、1999年と2000年度には20%未満にまで低下した。

図表3には、年度末の残高ベースでの国債の残存期間別の構成比を示している。発行ベースにおける満期構成の推移を反映して、近年では残存期間が5年以下の国債が全残高の半分以上を占めるようになった。

(3) 国債の平均満期

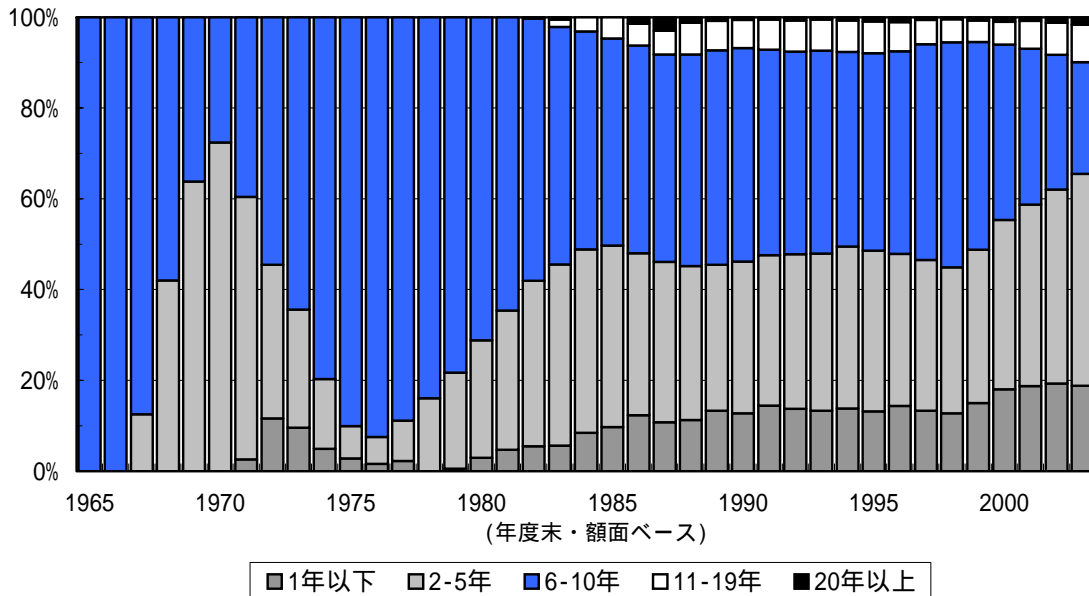
前述の満期構成において、発行・残高ベースでその平均期間をとると、図表4のようになる。発行ベースでみた国債の平均償還年限は、1965年に国債が発行され始めた当初は7

図表 2：国債の満期構成(発行ベース)



出所：財務省「国債統計年報」

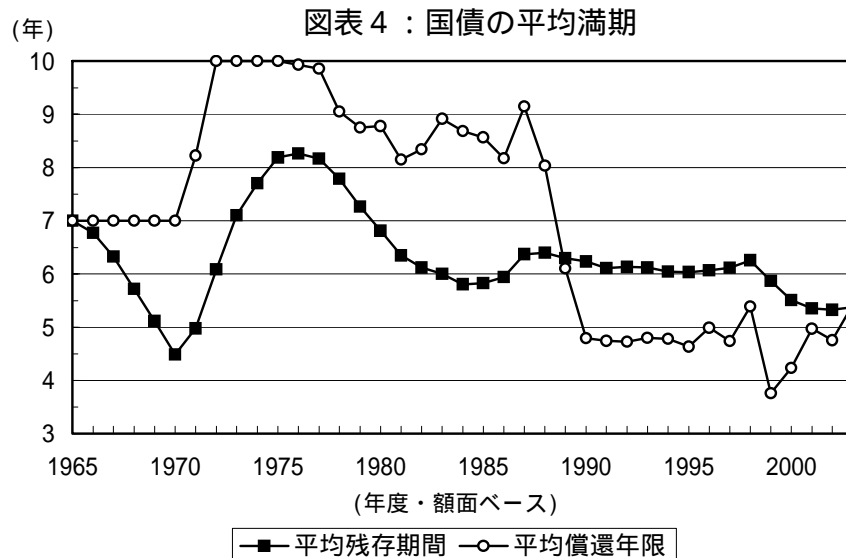
図表 3：国債の満期構成(残高ベース)



出所：財務省「国債統計年報」

年債だったが、1971年度途中から10年債に切り替えられ、その後5年債などより満期の短い国債が発行されるようになった。1990年代は、平均償還年限でみて4.8年前後で推移していたが、1999年度に満期の短い国債を多く発行したため3.76年にまで低下した。その後、2003年度には5.43年まで上昇した。

国債(残高ベース)の平均残存年数は、1975年度末のピーク7.8年から1984年度末の5.3年まで短期化が進み、1987年度末から1998年度末まで5.8年前後で安定して推移した。1999年度末からは短期化が進み、2001年度末の平均残存年数は5.1年となったが、2003年度末には5.38年に緩やかながら上昇した。



出所：財務省「国債統計年報」

(4) デュレーション

デュレーションとは、債券に投資された資金の平均回収期間を意味する。投資家からみて、利付債に投資された資金は、満期までに支払われる利息(クーポン)と満期日に支払われる償還額というキャッシュフローの形で回収される。この複数のキャッシュフローを一本にまとめて考えた場合の債券の残存期間を求めたのがデュレーションである。^{注4}

一般的に、債券の残存期間が長い(短い)ほど、デュレーションは大きく(小さく)なる。また、クーポンレートが高い(低い)ほど、デュレーションは小さく(大きく)なる。また、デュレーションは、債券の価格弾力性(金利の変化に対する債券価格の変化の割合)としての意味をもっている。すなわち、債券の金利が1%ポイント上昇したとき、債券価格がデュレーションD%だけ下落することを意味する。^{注5}

注4 厳密な定義は、デュレーションをDとすると、

$$D = \frac{(\text{各キャッシュフローの割引現在価値} \times \text{年数}) \text{の合計}}{(\text{各キャッシュフローの割引現在価値}) \text{の合計}}$$

であり、債券価格=(各キャッシュフローの割引現在価値)の合計であるから、

$$D = \frac{\frac{1 \times C}{1+r} + \frac{2 \times C}{(1+r)^2} + \frac{3 \times C}{(1+r)^3} + \Lambda + \frac{n \times (C+F)}{(1+r)^n}}{P}$$

C：クーポンレート、r：複利最終利回り

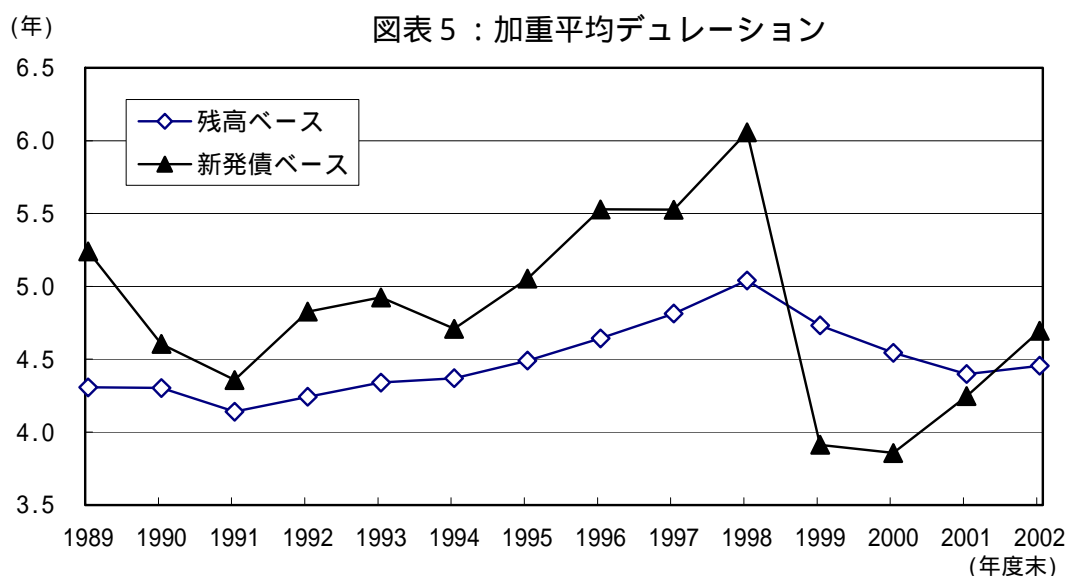
F：額面、n：残存年数、P：債券価格

となる。この定義式からもわかるように、債券の残存期間が長い(短い)ほど、デュレーションは大きく(小さく)なる。また、クーポンレートが高い(低い)ほど、デュレーションは小さく(大きく)なる。

注5 その理由は以下のとおりである。債券価格=各キャッシュフローの割引現在価値)の合計、の式について、複利最終利回りrで微分すると、 $\frac{dP}{dr} = -\frac{D \times P}{1+r}$ となる。ここで、 $\frac{dP}{dr} \frac{dP}{d(1+r)}$ だから、債券の価格弾力

1991年度末から2002年度末まで、(保有者を問わず)現存国債のデュレーションの加重平均を各年度末の国債金利のスポットレートを用いて計算し、その推移をみたのが、図表5である。残高で加重付けした全銘柄の加重平均デュレーションは1991年度末で4.1年だったが、その後1998年度末にかけて上昇し、一時は5年を超えた。しかし、1999年度末から低下して、2002年度が4.45年となっている。さらに、デュレーションの加重平均を、新発債のみを対象として計算した。その低下は、図表5に示されているように、新発債の平均デュレーションが大きく低下しているためであることがわかる。

加重平均デュレーションが約4.5であるということは、金利が1%上がれば国債価格は約4.5%下がる状況であるといえる。これは、国債金利1%上昇によって、2002年度末の国債残高421兆円を持つ国債保有者にとって合計で約19兆円(=421×0.045)のキャピタル・ロスが発生することを意味する。この数値は、経済全体でのものであるが、今後金利上昇を予想する債権者は、デュレーションを短くして、キャピタル・ロスを小さくしようとするであろう。



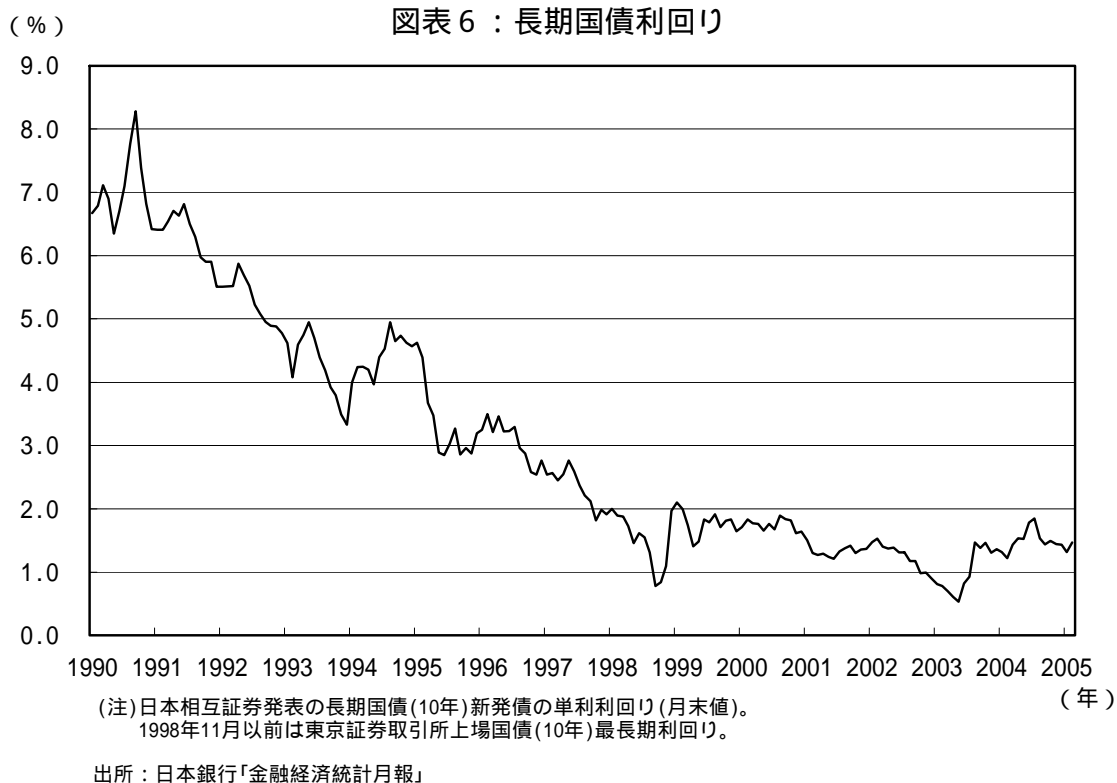
出所：財務省「国債統計年報」

(5) 国債金利

我が国の国債残高は未曾有の規模に達しているにもかかわらず、その金利は必ずしも高い水準にあるとはいえないといえよう。特に、図表1で示したように、国債残高は1990年代を通じて一貫して累増したにもかかわらず、国債金利は図表6で示されているように低下傾向になっていた。

性： $-\frac{dP}{d(1+r)} \times \frac{1+r}{P} = D$ となる。

図表6：長期国債利回り



(6)まとめ

最後に、これらの指標をみながら、今後の国債管理政策について検討しよう。目下、国債市場をめぐって懸念されていることの1つとして、図表6で示した国債金利が急上昇して国債保有者が評価損を蒙ることがある。この悪影響を弱める直接的な方法としては、国債金利が急上昇しそうになったときには、金融政策を講じて金利上昇を抑制することが考えられる。ただ、そうした金融政策は逆にインフレーションを誘発する可能性をもっており、必ずしも自明に奏功するとは限らない。また、今日においては、中央銀行の独立性は強化され、中央銀行による国債の直接引受けは禁止されている。

しかし、近年における中央銀行の金融政策のレジームの下では、これらの制度的制約でも国債管理政策の規律付けには不十分かもしれない。その一例を、以下でみよう。わが国では目下、日本銀行がゼロ金利政策にコミットしている。このコミットメントが意味するところは、日本銀行は可能な限りの手段を講じて短期金利(特に、コールレート)をほぼゼロにする、ということである。そこへ、もし政府が満期の短い国債を多く発行するとどうなるか。日本銀行が直接的に短期国債の金利を操作するわけではないが、コールレートに近接した短期国債の金利が、何らかの理由で急上昇しようものなら、コールレートもつられて急上昇することになり、そのときには「ゼロ金利政策」の下でその金利上昇を阻止することになる。その金利上昇阻止はコールレートのみには止まるはずはなく、近接した短期国債の金利にも自ずと及ぶ。つまり、「ゼロ金利政策」は結果的に「短期国債価格維持政策」と

も解釈できる状況となっている。

そうした状況では、政府は短期債によってほぼゼロの金利で資金を調達可能である。目先の利払費を抑制することを狙って短期債を増発すれば、金利急騰局面で、高金利で借り換えなければならず、将来的には利払費が急増する可能性がある。そうした観点からみて、長期的な財政負担を抑制するためには、目下、市場で無理なく消化できる範囲でできるだけ長期債を発行する努力が必要で、ゼロ金利政策に伴う満期の短期化の誘惑を断つべきである。

この他に、財政当局に国債管理政策の手段を用いて財政規律を与える方法として、物価連動債の活用が考えられる。物価連動債を用いることで、インフレを引き起こすことによって国債償還の実質負担を減らそうとするインセンティブを断とうという狙いがある。

2003年度には、わが国で初めて物価連動債が発行された。発行当初は、財投債として発行され、発行額もまだ小規模であるが、今後は、一般会計の国債としても発行し、長期債として物価連動債の発行額を増やすことが望まれる。短期的にはデフレーションを止める政策が求められるが、その後起こる恐れのある高率のインフレーションを事前に抑制するのに、物価連動債が役立つ。

以上のように、わが国の国債管理政策の現状とそのあり方について考察した。わが国の国債残高は依然として累増しており、その持続可能性についても懸念される状況にある。そうした中で、国債管理政策の持つ意味はそれだけ大きくなっているといえよう。

ただ、気をつけたいことは、国債管理政策だけで債務の累増を食い止められるわけではないということである。巨額の債務残高を抱えた状況では、その債務残高の多さがゆえにマクロ経済における資源配分などに悪影響が及ばないように、本稿で述べた国債管理政策が求められるものの、債務残高の削減はそれ自体として着実に実行していかなければならない。債務削減は、歳出削減か税収の増加によってしか実現できない。増税の時期は、本稿の課税平準化理論で述べたとおり、ある一時期に過度に租税負担が重くかからないようにすべきである。他方、歳出削減は、普段の努力が求められる。各部局による経費節減や効率化は重要である。しかし、それだけで劇的な債務削減は望めない。やはり、予算全体で、当該年度の公債発行額の目標を定め、公債発行の抑制をテコに歳出総額を削減していくことも求められよう。このように、債務削減へのアプローチとして、各部局による経費節減や効率化というミクロからのアプローチだけでなく、予算全体として総額として削減する額を設定するマクロからのアプローチも重要である。

(6/30 記)